**Požadavky IOM na závěrečné práce   
specializačního kurzu Oceňování podniku**

**Obecné zásady pro závěrečné práce:**

1. Práce by měla sloužit jako písemný doklad, že autor rozumí vnitřním problémům oceňovacích metod.
2. Velmi důležitým kritériem kladeným na závěrečné práce je míra jejich naprosté **transparentnosti**. Jestliže se v dnešní době značná část uživatelů spokojuje s tím, že vyčte z posudku výsledek, pak z hlediska odbornosti je rozhodující zdůvodnění, jak zpracovatel k výsledku dospěl. Tím se rozumí zdůvodnění všech voleb ovlivňujících výsledek a všech hodnot, které výsledek významným způsobem ovlivňují
3. Práce by měla být stručná:
   1. do cca 100 stran, s důrazem na klíčová fakta. Nelze ponechat obecné řeči a podstatné (především tabulky) přesunout do příloh, což se často stává,
   2. psaná v tezích – omezovat souhrnný text. Nepoužívat text proložený čísly. Raději tabulky a stručný, v tezích psaný komentář,
   3. **nevysvětlovat běžné ekonomické věci** – dávat do příloh. Ušetřit si výklady například obecného významu zisku a rentability,
   4. popisovat především zásadní skutečnosti týkající se podniku a výkazů, které mají vztah k hodnotě,
   5. nechat si od cesty sdělení, jejichž obsah je patrný z přiložených tabulek typu "roste klesá " a nic více. Hodnotit, k hodnocení využívat například srovnání s ostatními podniky i vlastní názory,
   6. pokud odesíláte jednotlivé verze práce, je třeba zaslat i přehled, že jednotlivé požadavky byly splněny.
4. Práce s literaturou, odvolávky (pod čarou, pramen celý, nebo do textu jméno citovaného autora, rok, stránka). Vždy by měl být uveden pramen. K tabulkám, jednotlivým číslům i k zásadním tvrzením.
5. Je třeba jednoznačně zdůraznit, že předkládané **práce nemohou pouze odrážet skutečný dnešní stav v oblasti oceňování podniků** **v naší republice**, který není vždy na přijatelné úrovni. Absolventi by se naopak měli pokusit, aby se jejich práce přibližovaly určitému ideálnímu stavu. Z tohoto hlediska nelze vycházet z představy, že stačí bez problému předložit již dříve zpracovaný posudek.
6. Propočty je třeba uvádět do textu se zdůvodněním a vysvětlením. Práci nedoporučujeme dělit na obecný text + tabulky v Excelu, práce by měla být kompaktním a provázaným celkem.

**Obsahové pokyny pro zpracování závěrečných prací zaměřených na oceňování konkrétních podniků:**

**Úvodní partie**

1. Ocenění je žádoucí obvykle **zpracovat s rozpětím**, tedy i projekce tržeb musí být ve strategické analýze s rozpětím. Rovněž konečný výsledek by neměl být jen jedno číslo. Tedy základní odhad a k tomu meze. Forma, jak rozpětí vytvořit, je tvořivým úkolem posluchače. **Rozpětí však musí být zdůvodněno**. Nestačí si vymyslet plus mínus 5%. Návrhy, jak postupovat, by měly být důkazem schopnosti tvořivého přístupu studenta.
2. Rozpětí by nemělo být příliš široké, ocenění pak ztrácí hodnotu. V rámci rozpětí je třeba stanovit i nejpravděpodobnější hodnotu.
3. Na začátku je třeba uvést rozhodné datum a bázi (standard) hodnoty + k čemu bude ocenění použito. Volbu hodnotové báze je třeba zdůvodnit. Pamatujte, že volba báze hodnoty má své implikace. Například tržní hodnota je svázána s předpokladem nejlepšího využitím (viz učebnice), je tedy potřeba zabývat se například otázkou optimalizace kapitálové struktury.

**Finanční analýza**

1. Je třeba **propojit prostorové a časové hledisko**. Tedy například rentabilita: propočtu ukazatele v časové řadě a zároveň porovnám rentabilitu s konkurenty.
2. Není nutná horizontální analýza výkazů.
3. Rovněž analýza účetních výkazů by měla ale obsahovat i prostorové srovnání, např. podíl VK, vybavenost jednotlivými druhy dlouhodobého majetku apod.
4. Komentář k výkazům **nemá obsahovat pouze to, co je zřejmé z tabulek. Tedy: „roste, klesá, ještě roste .....**“ Je třeba se soustředit na výkyvy a tendence, které mohou mít zásadní význam. Například rychlý pokles dlouhodobého majetku. Proč? Je to dobře, nebo špatně? Jak se vyvíjí stejná položka u konkurence. **Podstatné je tedy hodnocení**.
5. Důraz je třeba klást i na analýzu výkazu CF, má pro ocenění zásadní význam. Nestačí jen uvést do FA tři hlavní složky CF.
6. FA je zde pro ocenění. Je tedy třeba zaujmout stanovisko k perspektivnosti podniku a **jeho schopnosti tvořit hodnotu.**

**Strategická analýza**

1. Pokud má podnik **více relevantních trhů**, je třeba pojednat o **jednotlivých trzích v uzavřených kapitolách**, počínaje velikostí dílčího trhu podniku, tendencí na trhu, atraktivitou, faktory a projekcí velikosti trhu. Není správné automaticky pracovat s jedním relevantním trhem.
2. Pokud je to z povahy věci možné, je **vhodné prognózovat zvlášť fyzické množství a zvlášť ceny**.
3. Analýzu atraktivity doporučuji zařadit až ke konci analýzy vnějšího potenciálu.
4. Pokud hodnotíte jednotlivé faktory konkurenční síly, je nutné:
   1. Dbát toho, že **bodové hodnocení je relativní**, ve vztahu ke konkurentům. Pokud podnik má například velmi dobré vedení, dostane větší počet bodů než 3 jen tehdy, pokud je toto vedení lepší než průměr u konkurentů.
   2. Hodnocení vnitřního potenciálu je hodnocením faktorů ovlivňujících tržní podíl.
   3. **Popis konkurentů musí být doplněn o srovnání hlavních předností a slabin ve vztahu k oceňované společnosti. Čistý popis konkurentů je nedostatečný, respektive téměř nic neříkající. V tom je častá chyba závěrečných prací na ocenění.**
5. **Tempo růstu pro druhou fázi je třeba mít již ve strategické analýze a musí být zdůvodněné.**

**Generátory hodnoty a plán**

1. GH investice je třeba počítat za minulost co nejdelší a **použít hlavně poměr investice brutto/ tržbám celkem + investice brutto k hodnotě majetku** (tj. koeficient investiční náročnosti netto je ve většině případů nevhodným nástrojem).
2. Srovnání investic s konkurenty by mělo být již v analýze konkurenčního postavení oceňovaného podniku, tedy již ve SA.
3. Projekce základních GH je třeba dotáhnout až do druhé fáze s tím, že PH musí být postavena především na **parametrickém modelu. Znamená to, že projekce tržeb v rámci SA obsahuje i předpokládané tempo růstu pro pokračující hodnotu!!! Tempo pro druhou fázi nelze stanovit pouze větou "znalec předpokládá". Je nutno použít třeba časoprostorové srovnání – viz přednáška, nebo jiné zdůvodnění.**
4. Délka první fáze by měla být delší než 4 roky (tedy spíše 5 - 7 let) a podnik musí být stabilizován. Volba délky první fáze musí být zdůvodněna.
5. Skutečnost, že je podnik stabilizován, znamená, že se tržby vyvíjejí jako trh a že dosahuje dlouhodobě udržitelnou rentabilitu.
6. **Finanční plán nutno členit na provozní a neprovozní části. FCF musí být již ve finančním plánu jako jeho hlavní část, nejlépe již v plánu CF. Peníze na začátku a konci výkazu FCF jsou pak již jen neprovozní peníze. Jen tak je možná bezproblémová kontrola. Propočet FCF pouze až v ocenění bude považován za chybu.**

**Vlastní ocenění**

1. Zcela jednoznačně musí být v práci **zdůvodněna volba oceňovacích metod**.
2. Pro parametrický model je účelné předpokládat rovnost rentability investovaného kapitálu (ROIC) a rentability investic.
3. **ROIC druhé fáze** se, mimo jiné, musí opírat o **srovnání s českou i zahraniční konkurencí**. Nestačí pouze porovnání s náklady kapitálu, nebo s minulým vývojem.
4. V případě potřeby je nutno zařadit mezifázi (když například ROIC podniku je ke konci první fáze podstatně vyšší než u konkurence a je sotva trvale udržitelná. Je tedy nutné testovat, zda je první fáze dost dlouhá, tzn. zda na jejím konci podnik vykazuje dlouhodobě udržitelnou ROIC, g a též dlouhodobě udržitelné investice do pracovního kapitálu a DM. Jen v tomto případě je **podnik stabilizován**.
5. V případě podniků s trvalou perspektivou by měla být použita druhá oceňovací metoda ve formě tržního porovnání.
6. Diskontní míra: rf buď diferencovaná (např. swapy...), nebo aktuální výnos do doby splatnosti alespoň 20-letých dluhopisů. Žádné průměry za minulost.
7. Nezapomenout na správnou volbu reagenční funkce.
8. Riziková prémie trhu: doporučuji doplnit historický pohled i pohledem na prémii ex-ante (přednášky, data u Damodarana). Zejména v nynější krizové době.
9. Tam, kde není příliš rozumný předpoklad portfoliového investora, doporučuji zavážit použití totálního beta koeficientu. Volba by měla být předmětem stručné diskuse a zdůvodnění.
10. Nepoužívat DCF entity, když není žádný úročený cizí kapitál.
11. Doporučuji více používat DCF APV a DCF equity.
12. DCF APV umožňuje do jisté míry kalkulovat i rizika insolvence. A to přes volbu diskontní míry pro daňový štít

**Ostatní**

1. Základní text DP by neměl být přehnaně dlouhý (doporučuji cca 100 stran). Doporučuji také psát, pokud možno, v bodech, žádná čísla v textu, umístit řadu věcí do příloh. Hlavní text by pak neměl být ale jen obecný. Tedy například základní projekce tržeb do textu, výběr regresních funkcí do příloh, podrobnější popis alternativních scénářů do příloh.
2. Ideál – zkrátit práci na 70–80 stran:
   1. Uvažujte s rozmyslem, co lze přesunout do příloh.
   2. Uspořádání = tabulka + komentáře ve formě bodů. Minimum povídání.
   3. Povídání soustředit na klíčové body ocenění:
      * volba báze hodnoty
      * odhad životnosti podniku
      * vymezení a kvantifikace trhu
      * projekce tržeb a její rozpětí (zdůvodnění rozpětí), **včetně projekce pro druhou fázi**
      * projekce investic a marží
      * volba metod ocenění
      * odhad diskontní míry
      * **především odhad pokračující hodnoty**
3. Přístup k ocenění by měl být rizikově averzní.
4. Časté chyby:
   1. Chybí **zdůvodněná** projekce tržeb pro druhou fázi.
   2. Koeficienty investiční náročnosti jsou počítány za krátkou dobu (mělo by být použito alespoň 10 let).
   3. Koeficienty investiční náročnosti – nejsou počítány za konkurenci.
   4. Výkazy nejsou upraveny podle učebnice na provozní a neprovozní část.
   5. SA je postavena jako soubor informací a končí výrokem zpracovatele: „**Předpokládám, že růst bude x % ... „, bez jakékoliv viditelné návaznosti na předchozích několik desítek stránek. To je ovšem zcela špatně a celá takzvaná SA je téměř zbytečná.**

Tedy***: Zkontrolujte sami sobě, zda závěrečná práce odpovídá doporučení, pokud ne, závěrečnou práci přepracujte a teprve potom zasílejte.***

*Květen 2020* Miloš Mařík